

調査の概要

株式会社 Q U I C K ・ 資産運用研究所

1. 公募追加型株式投資信託の運用会社ごとの運用パフォーマンスについて

国内籍の公募追加型株式投資信託の運用パフォーマンスを示す重要業績評価指標（KPI）として、自主的に複数の運用会社に用いられているシャープレシオと累積リターンを取り上げ、1999年～2018年の各年末を基準日とした過去5年間のシャープレシオと累積リターンを計測し、主な投資対象で区分した QUICK 分類ごとに、各運用会社の平均値を算出した（データは別添を参照）。

今回の調査では、①累積リターンの高い運用会社は、概ねシャープレシオも高い傾向や、②各分類の「インデックス型」の平均パフォーマンスを、多くの運用会社が下回る傾向の他、③預かり資産残高が上位であっても、上記の指標でパフォーマンスを計測した場合、必ずしもパフォーマンスについて、上位に位置しないこと等が確認された。

なお、今回の分析の詳細は以下の通り。

◇分析対象

計測時点で5年間の運用実績のある国内籍公募追加型株式投資信託。ETF（上場投信）およびマネープール相当は対象外とした。

◇計算項目

対象ファンドのシャープレシオ・累積リターン・価格変動リスクについて、各年末を算出基準日として過去5年の期間で算出した。算出に使用するリターンはこの間の月次リターンで課税前分配金再投資ベースとした。

その上で、対象ファンドに付与された QUICK 分類ごと・運用会社ごとに指標を平均集計した（純資産残高加重平均）。加重平均に用いる残高は算出基準日ではなく計測期間の期初（5年前）の数値とし、年率リターンは累積リターンの残高加重平均を年率換算した数値とした。

付加データとして、分類ごとに運用会社別のシャープレシオ、累積リターンの順位を掲載した。分類ごとにインデックス運用するファンド全体の平均を追加し、運用会社各社とインデックス運用の平均パフォーマンスの差異も示した。

◇シャープレシオ計算時

無リスク金利（リスクフリーレート）は過去に遡ってすべて0%とした。シャープレシオのマイナス値の扱いについては、シャープレシオ考案者（William Forsyth Sharpe 氏）の主張通りに、負のシャープレシオも比較可能とみなしている。

◇QUICK分類（16分類）

2019年3月時点で付与した分類を採用。以後、見直しなどによる分類変更が生じる場合がある。2014年10月中旬以前に償還したファンドは分類未付与のため、2013年末以前の平均集計値は参考値としている。

分類 No	大分類名
1	国内株式
2	先進国株式
3	新興国株式
4	グローバル株式
5	国内債券
6	先進国債券（投資適格）
7	先進国債券（非投資適格）
8	先進国債券（格付混在）
9	新興国債券
10	グローバル債券
11	国内REIT
12	海外REIT
13	転換社債
14	コモディティ
15	バランス
16	その他

◇全ファンド、分類およびインデックスファンドの平均集計

対象ファンド全体を「全ファンド」とし、全ファンドおよび分類ごとのファンド指標値の平均を「◆全体」「◆区分平均」として追加集計した。目論見書記載の商品分類（補足分類）で「インデックス型」と明記されているファンドについて、全体および分類ごとの指標値の平均を「◆インデックス型」として追加集計、連動指数の違いは考慮していない。

◇順位

シャープレシオ、累積リターンの大きい順とし、小数点以下の差異を考慮した序列とした。

2. 運用コストと運用パフォーマンスの相関関係の定量分析について

英 FCA (Financial Conduct Authority) が 2017 年 6 月に開示した Asset Management Market Study Final Report の Annex4 (Assessing the relationship between the price and performance of retail equity funds in the UK) に準じた統計的な定量分析手法を用いて、国内籍公募追加型株式投信の「運用コストと運用パフォーマンスの間の相関関係」について分類別に分析した（対象ファンドや分類は前記と同じ）。

今回の調査では、バラツキはあるものの、多くの分類において運用コストと運用パフォーマンスの間に、統計的に有意なマイナス相関が認められた。

アクティブ運用ファンド（QUICK 分類別）

分類 No	QUICK 分類	回帰係数			ファンド 数
		係数	符号	有意 水準	
1	国内株式	▲ 0.06	▲	**	459
2	先進国株式	▲ 0.22	▲	***	336
3	新興国株式	▲ 0.01	▲		213
4	グローバル株式	▲ 0.14	▲		33
5	国内債券	0.11	+		41
6	先進国債券(投資適格)	▲ 0.11	▲	***	291
7	先進国債券(非投資適格)	▲ 0.43	▲	**	198
8	先進国債券(格付混在)	▲ 0.63	▲	***	58
9	新興国債券	▲ 0.04	▲		273
10	グローバル債券	0.30	+	***	46
11	国内REIT	▲ 1.45	▲	**	31
12	海外REIT	▲ 0.33	▲	**	106
13	転換社債	▲ 0.06	▲		23
14	コモディティ	0.18	+		21
15	バランス	▲ 0.21	▲	***	414
16	その他	0.09	+		40

(参考) 日本株インデックスファンド

連動指数	回帰係数			ファンド 数
	係数	符号	有意 水準	
TOPIX(東証株価指数)	▲ 0.06	▲	***	57
日経平均株価	▲ 0.05	▲	***	44

有意水準

*** : 1%有意水準
** : 5%有意水準
* : 10%有意水準
空白 : その他

符号の背景色

+

▲ : 1%の有意水準でプラス相関
▲ : 1%または5%の有意水準でマイナス相関

なお、今回の分析の詳細は以下の通り。

◇対象ファンド

対象ファンドは、国内籍公募追加型株式投資信託のうち、2018年末時点で5年間の運用実績があるアクティブ運用ファンドとした。ファンド目論見書記載の商品分類（補足分類）で「インデックス型」と明記されていないファンドを「アクティブ運用型」とみなした。マネープール相当は対象外とし、(参考)の「日本株インデックスファンド」はETFを除くものとした。

◇相関関係を示す回帰係数の分析手法

対象ファンドをQUICK分類ごとに区分し、運用コストと運用パフォーマンスの間の相関関係について、「運用パフォーマンス＝回帰係数×運用コスト＋定数」とした統計モデル式を用いて回帰分析（説明変数が一つの単回帰分析）を行い、相関関係を示す回帰係数を計測すると同時に、係数のプラス・マイナス符号、回帰係数の統計的な有意水準を併せて計測した。

運用パフォーマンスは2018年末時点の過去5年間シャープレシオ（年率換算）を採用した。シャープレシオは月次の課税前分配金再投資リターンを基に計測し、無リスク金利は考慮していない。また、運用コストは2019年5月時点の実質信託報酬（税込み・年率）で、幅のある場合は最大値を採用した。

◇外れ値の除去

英FCA(Financial Conduct Authority)の手法に準じて、対象ファンドから「外れ値(outliner)」を除外した。運用コストと運用パフォーマンスそれぞれについて分類ごとに四分位に序列化した上で、小さい順に25%の値をQ1、75%の値をQ3とし、Q3とQ1の差を四分位範囲(interquartile)として「 $Q3+1.5 \times \text{四分位範囲}$ 」超、「 $Q1-1.5 \times \text{四分位範囲}$ 」未満をそれぞれ外れ値とみなして、該当ファンドを分析対象ファンドから除外した。

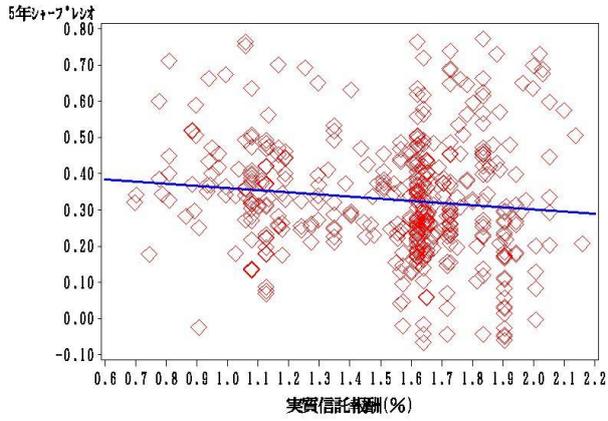
◇散布図と回帰直線

分類ごとに対象ファンドの運用コスト（実質信託報酬）と運用パフォーマンス（5年シャープレシオ）の関係を散布図に示した。図中の直線は回帰直線で、傾きが回帰係数に対応している。

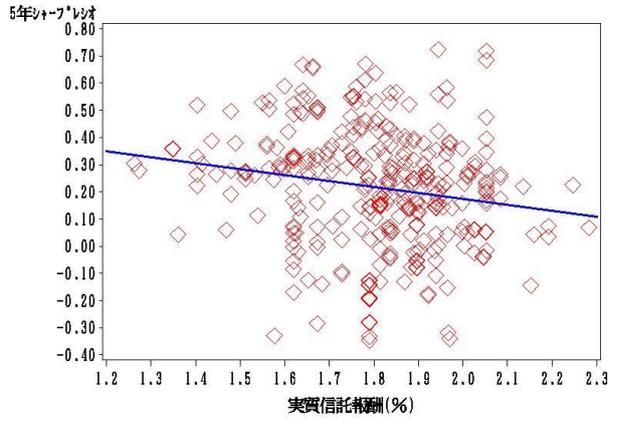
＜実質信託報酬と5年シャープレシオの相関関係＞

QUICK分類ごとの対象アクティブ運用ファンドの散布図と回帰直線

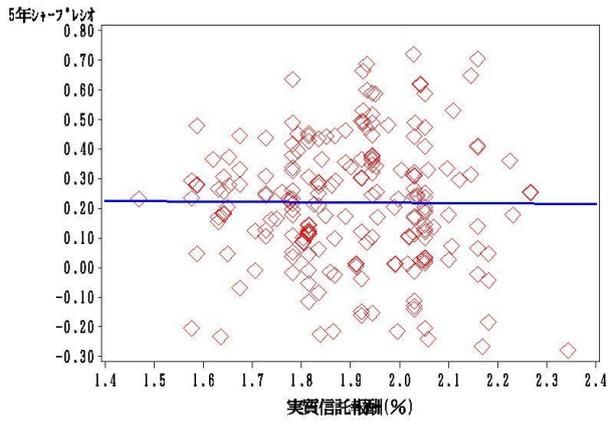
＜国内株式型＞



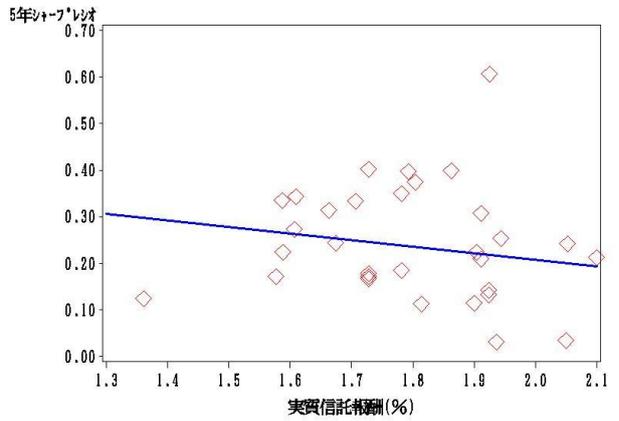
＜先進国株式＞



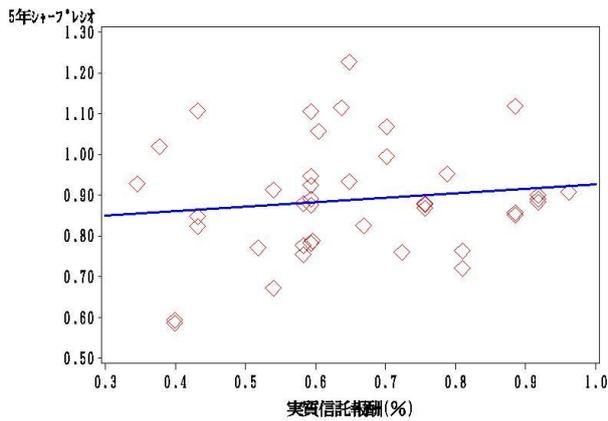
＜新興国株式＞



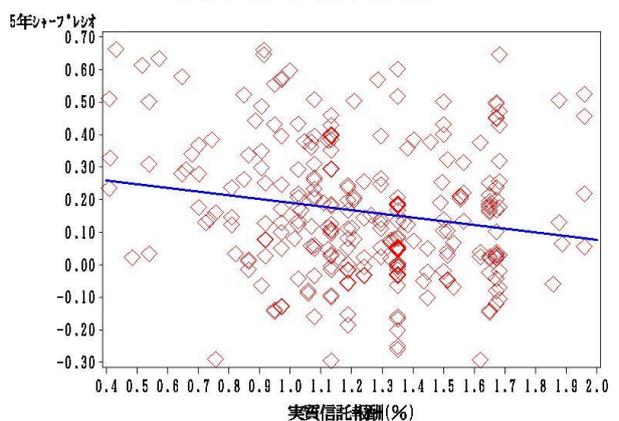
＜グローバル株式＞



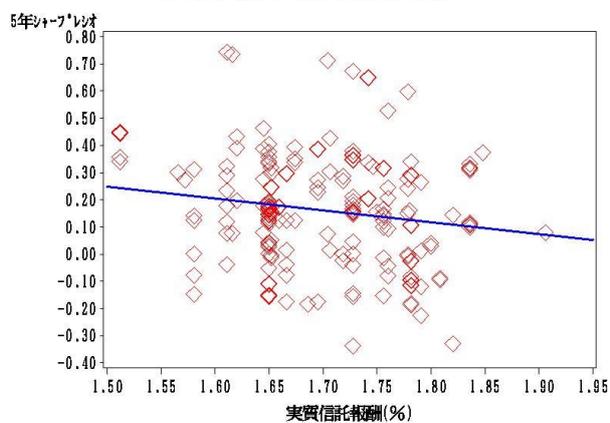
＜国内債券＞



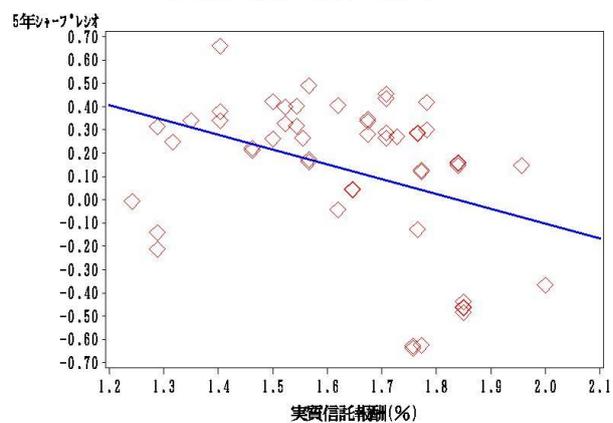
＜先進国債券(投資適格)＞



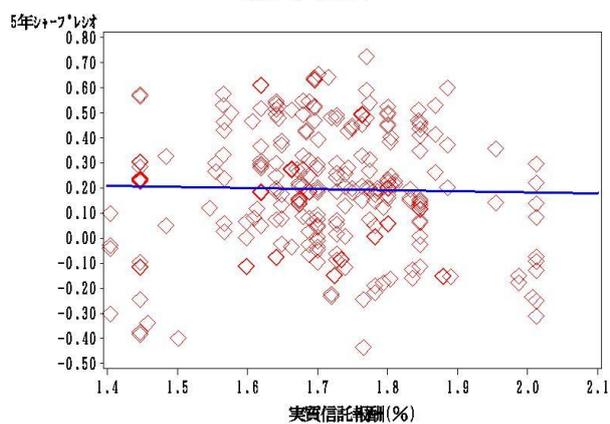
<先進国債券(非投資適格)>



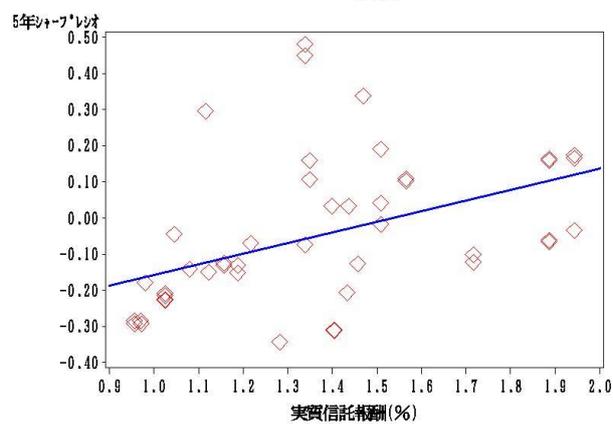
<先進国債券(格付混在)>



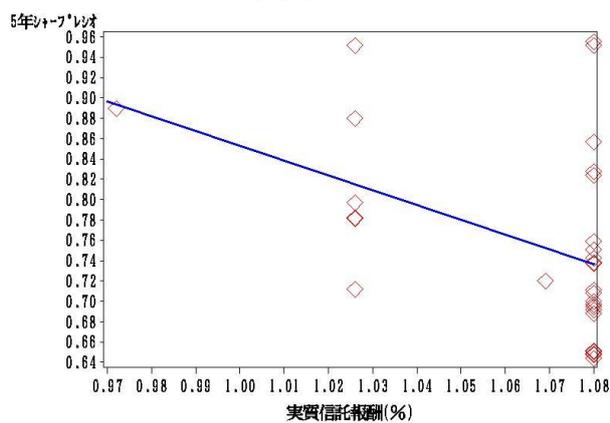
<新興国債券>



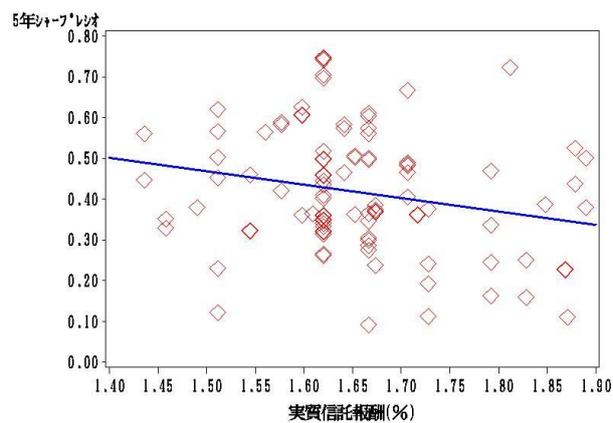
<グローバル債券>



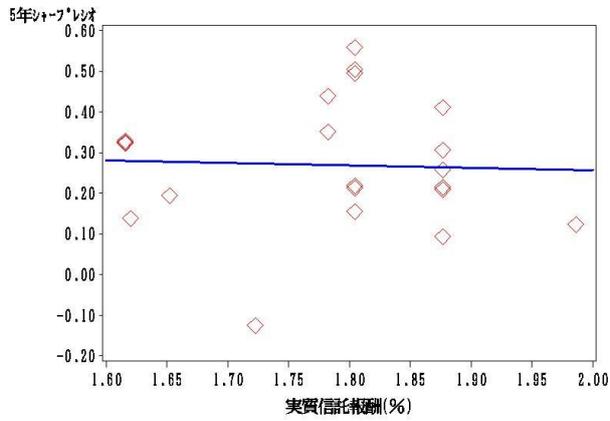
<国内REIT>



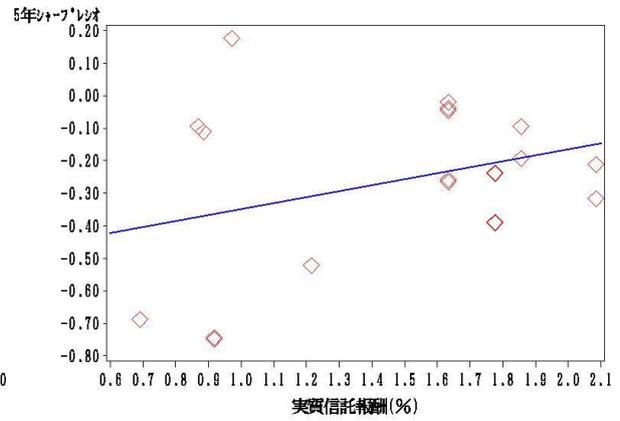
<海外REIT>



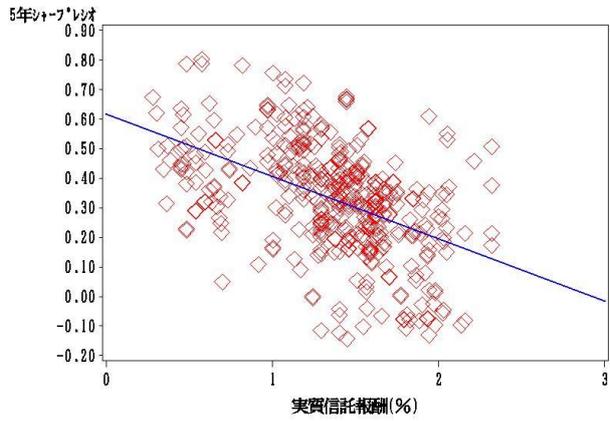
<転換社債>



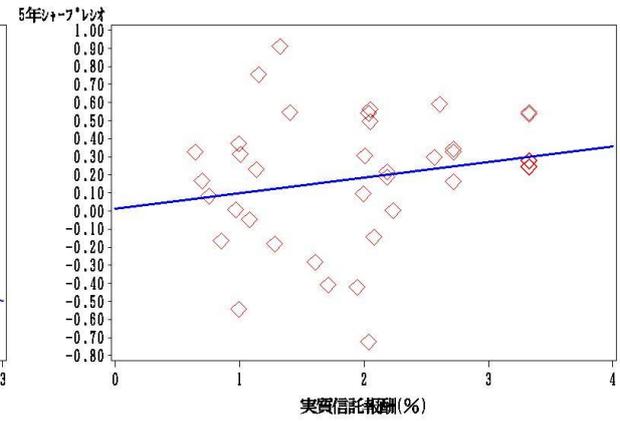
<コモディティ>



<バランス>

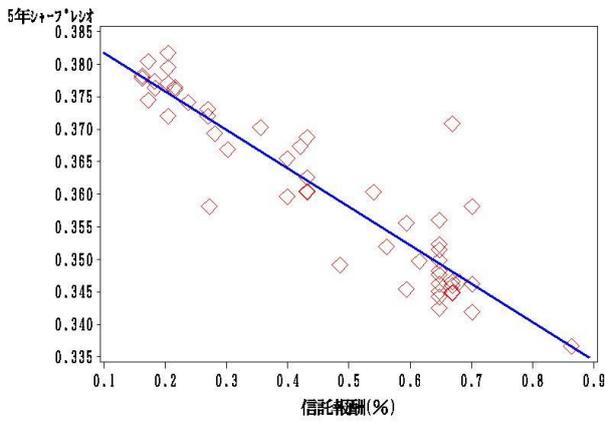


<その他>



<参考、日本株インデックスファンド>

<TOPIX連動型>



<日経平均連動型>

